



## **Calificación de Emisiones Estructuradas de Estados y Municipios**

Las calificaciones de riesgo emisor, evalúan la voluntad y capacidad de pago de una entidad para cumplir en forma oportuna y total con sus obligaciones financieras, sin considerar garantía específica o subordinación alguna; evaluando por tanto el riesgo quirografario del emisor.

A partir de la calificación quirografaria o de riesgo emisor, se calificará financiamientos específicos -bursátiles y bancarios de las entidades-, los cuales pueden obtener una calificación superior a la quirografaria, mediante fortalezas jurídico-financieras que brindan mayor seguridad a los bancos o inversionistas.

A la fecha, todas las emisiones bursátiles y los financiamientos bancarios que sean calificados poseerán como fuente de pago un fideicomiso, al cual ingresa determinada proporción de recursos afectados por el gobierno de manera irrevocable, constituyéndose en un mecanismo jurídico por medio del cual un tercero (el fiduciario) se encarga de administrar los recursos, realizar los pagos de la deuda contraída, establecer fondos de reserva, y en caso de existir remanentes, devolverlos a la entidad.

Los recursos que generalmente los gobiernos han utilizado hasta ahora para respaldar estas estructuras, son los flujos futuros de participaciones federales; no obstante, algunos estados han afectado el impuesto sobre nóminas, un organismo descentralizado municipal afectó sus derechos de cobro de agua, y algunos municipios contemplan la posibilidad de utilizar el impuesto predial. Cabe mencionar asimismo, que algunos fideicomisos estatales han emitido deuda bursátil respaldada por flujos futuros de peajes carreteros.



## **Elementos del Análisis de Emisiones Estructuradas**

El conductor principal del proceso analítico es enfocado al análisis de flujo de fondos de la deuda, y por lo tanto, la habilidad de la transacción para generar el suficiente flujo de efectivo en el futuro para amortizar la deuda emitida en el tiempo pactado, la estructura legal, los términos de la emisión de deuda, la calificación de solvencia del emisor y su nivel del endeudamiento.

El proceso de análisis realizado para determinar la calificación de una emisión estructurada de Estados y/o Municipios, se enmarca en términos generales en los siguientes aspectos:

a) La calificación crediticia de la entidad, conocida como la calificación del Emisor donde se evalúan elementos cuantitativos y cualitativos de fortaleza crediticia del estado y/o municipio (ver metodología de calificación de Estados y Municipios). El aspecto medular se centra en el desempeño de las finanzas públicas, cuestión íntimamente relacionada con la capacidad potencial de la entidad para cumplir con sus compromisos financieros;

b) El análisis legal de la estructura de la emisión que revisa y evalúa la capacidad de pago y fortalezas de las garantías desde un punto de vista legal. El análisis legal es muy importante para evaluar la probabilidad de que un gobierno estatal tratará de desviar ingreso de participación de impuestos para cubrir otros gastos diferentes a los del servicio de deuda de las emisiones; y

c) El análisis de Flujos Esperados dentro de la estructura del fideicomiso, así como el impacto a la estructura de ingresos y egresos de las entidades estatales y municipales, determinada en forma importante por las participaciones y aportaciones federales el marco jurídico regulatorio en el que se desarrollan las finanzas del municipio. En esta parte del análisis se desarrollan diferentes escenarios de “stress test” con el fin de evaluar las capacidades de



pago de la propia estructura. En el análisis de flujo de efectivo, HR Ratings de México somete a escenarios de estrés con indicadores clave, como la inflación, las tasas de interés y los flujos históricos de las participaciones de impuestos federales que pueden impactar los flujos de pago futuros. En el caso de los estados, es importante analizar los gastos adicionales cubiertos por los gobiernos estatales con los flujos provenientes de la transferencia de participaciones. Por lo general, estas erogaciones financian principalmente gastos de educación y, en menor medida, gastos del sector salud. En el caso de municipios, es importante examinar la calificación de valores del estado al que pertenecen, ya que el flujo de ingresos de la participación de impuestos los flujos de ingreso que un municipio recibe van primero a la tesorería del estado. Como consecuencia, un estado puede, por alguna razón en particular, posponer la transferencia de la participación de impuesto para un municipio

Los tres puntos de análisis anteriores arrojan por sí una opinión propia sobre la capacidad y fortaleza de pago de la emisión estructurada en particular, que al unirse a través de la creación de un índice de calificación de emisiones nos permite la obtención de una calificación de la emisión en particular considerando la calificación del emisor, la fortaleza legal de la propia entidad (fideicomiso), así como la fortaleza financiera de la estructura mediante el análisis flujos financieros futuros esperados.

En términos generales, las calificaciones de deuda garantizada con participaciones se basarán de manera general en:

- i. Calificación del Emisor (Estados y Municipios).
- ii. Análisis Legal de Emisiones Estructuradas.
- iii. Análisis de Flujos Esperados de Emisiones Estructuradas.